

学校编码: 10384

学号: 15620131152110

分类号__密级__

UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

人民币在岸汇率与香港离岸汇率联动性研究

Research on the Co-movement between CNY and CNH

张润苇

指导教师姓名: 戴淑庚教授

专 业 名 称: 国际金融学

论文提交日期: 2016 年 4 月

论文答辩时间: 2016 年 4 月

学位授予日期: 2016 年 6 月

答辩委员会主席: __

评阅人: __

2016 年 6 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博士论文摘要库

摘要

与大陆地区的在岸市场相比较，香港的离岸市场属于自由市场，没有受到严格的官方管制，更加充分地反映了人民币外汇市场的供给与需求，是人民币汇率的重要市场参考信号。随着在岸市场汇率市场化改革的推进，人民币在岸市场汇率形成机制也有所变化，两个市场汇率之间的互动关系也在不断发生变化。在人民币实现国际化的进程中，资本账户自由度的增进使得跨境资本流动日益频繁，离岸市场交易规模不断扩大，离岸市场对在岸市场的影响更加深远。因此，人民币汇率政策已不能再忽视两个市场的联动性影响。

本文将重点研究人民币在岸市场汇率与香港离岸市场汇率联动性。本文选取了2012年5月2日至2016年1月12日的CNY即期汇率、CNH即期汇率，以两次汇改作为时间节点，将人民币汇率数据分为三个阶段，通过协整检验、格兰杰因果检验、脉冲响应以及方差分解来揭示CNY汇率和CNH汇率的联动性。结果表明随着时间的推移，离岸市场汇率对在岸市场汇率的影响在不断增强。人民币中间价机制改革前，人民币在岸市场汇率与香港离岸市场是互相引导关系；人民币中间价机制改革的一段时间内，离岸市场汇率成为人民币市场价格的主导力量。最后，本文将实证分析得出的结论与“三元悖论”学说相结合，探讨在两个市场汇率的联动性影响下央行的汇率政策，并对汇率市场化的过渡阶段的政策提出建议。

关键词：在岸汇率；离岸汇率；联动性

厦门大学博士论文摘要库

Abstract

Compared to onshore market, Hong Kong's offshore market is a free market. It's not heavily regulated, therefore, the offshore market fully reflects the information of market's supply and demand. It's an important market signal of RMB's exchange rate. As Market-oriented exchange rate mechanism is improving. The onshore market mechanism of RMB's exchange rate is changing. So the co-movement between the onshore market and offshore market is also changing. With the internationalization of RMB, and advance liberalization of capital account actively and gradually, the extending of offshore market scale, offshore market is profounder to the onshore market. Therefore, the RMB management can't ignore the co-movement between the onshore market and offshore market anymore.

This paper mainly analyzes dynamic change of the co-movement between the onshore market and offshore market. This paper selects data of CNY and CNH between May 2, 2012 and January 12, 2016. And divides these data into three stages with the timing of Reform of Mechanism of RMB's Exchange Rate. This paper uses the cointegration test, granger causality test, impulse response and variance decomposition to analyze the correlation between CNY and CNH. The results shows that the correlation between the onshore market and offshore market gets stronger. CNH and CNY is leading relationship each other before the RMB's middle price mechanism reform. However, CNH begins to lead CNY after a period of the reform.

At last, this paper combines empirical results with the theory of trilemma, and discuss central bank's exchange rate policy under the effect of two markets' co-movement. And make suggestions on the exchange rate policy at the transitory stage of marketization of exchange rate.

Key words: CNY; CNH; Co-movement

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

第一章	导论	1
第一节	选题依据.....	1
第二节	文献综述.....	2
	一、在岸市场与 NDF 市场汇率相关性研究	2
	二、在岸市场、CNH 市场、NDF 市场汇率相关性研究	3
	三、理论基础	5
第三节	本文总体框架、重点难点	7
第四节	研究思路、研究方法	8
第五节	本文创新与不足	9
第二章	人民币在岸市场与离岸市场互动机制	10
第一节	人民币离岸市场基本情况	10
	一、无本金交割远期外汇交易市场 NDF.....	10
	二、香港离岸人民币市场 CNH.....	11
第二节	人民币汇率形成机制	13
	一、在岸人民币汇率	13
	二、香港人民币离岸汇率	14
第三节	CNY 与 CNH 市场的互动渠道	14
	一、跨境人民币清算主要渠道	15
	二、人民币境内外循环机制	16
第四节	在岸市场与离岸人民币市场之间的套利现象	22
	一、人民币跨境套利	22
	二、人民币跨境套利典型渠道	25
	三、套利活动的影响	28
第三章	基于 VAR 模型的 CNH 汇率与 CNY 汇率联动性实证分析	30

第一节 理论模型.....	30
第二节 数据说明.....	30
第三节 实证结果.....	32
一、第一阶段（2012. 5. 2-2014. 3. 14）	32
二、第二阶段（2014. 3. 17-2015. 8. 10）	36
三、第三阶段（2015. 8. 11-2016. 01. 12）	40
第四章 汇率联动性影响下外汇管理再思考	46
第一节 外汇管理新困境.....	46
一、汇率联动性对外汇管理的影响	46
二、汇率市场化过渡阶段下的三元悖论	49
第二节 日元离岸市场与外汇管理的经验教训	51
第五章 结论与建议	54
第一节 结论.....	54
第二节 建议.....	55
参考文献	57
致谢.....	60

Contents

Chapter1	Introduction	1
Section1	Topic Basis	1
Section2	Literature Review	2
1.	Research of Correlation Between CNY and NDF	2
2.	Research of Correlation Between CNY and NDF,CNH	3
3.	Theoretical Basis	5
Section3	Research Framework,Research Difficulties	7
Section4	Research Route,Research Method	8
Section5	Innovation and Dificiency.....	9
Chapter2	Interactive Mechanism on the RMB Onshore Market	
	and Offshore Market.....	10
Section1	Basic Information of RMB's Offshore Market	10
1.	Non-deliverabale Forwards Market NDF	10
2.	Hong Kong's Offshore Market CNH	11
Section2	RMB Exchange Rate Formation Mechanism.....	13
1.	Onshore RMB Exchange Rate	13
2.	Offshore RMB Exchange Rate.....	14
Section3	Interactive mechanism between CNY and CNH	14
1.	The Main Channel of RMB Cross-border Settlemnt	15
2.	RMB Overseas Cirulation Mechanism	16
Section4	Arbitrage between CNY and CNH	22
1.	RMB Cross-border Arbitrage	22
2.	The Main Channel of RMB Cross-border Arbitrage.....	25
3.	The Effect of RMB Cross-border Arbitrage.....	28
Chapter3	Empirical Study of Co-movement between CNH and	
	CNY on the Basis of VAR Model	30
Section1	Theoretical Model	30

Section2 Data Specification	30
Section3 Empirical Results	32
1 Period 1(2012.5.2-2014.3.14)	32
2 Period 2(2014.3.17-2015.8.10)	36
3 Period 3 (2015.8.11-2016.01.12)	40
Chapter4 Reflections on the Exchange Rate Managment under the Correlation Effect	46
Section1 New Difficulties of Exchange Rate Management	46
1 The Effect on Exchange Rate Management of Co-movement between CNY and CNH	46
2 The Trilemma at the Transitory Stage of Marketization of Exchange Rate	49
Section2 The Lessons Learned from Yen offshore market and exchange management	51
Chapter5 Conclusions and Suggestions	54
Section1 Conclusions	54
Section2 Suggestions	55
References	57
Postscript	60

第一章 导论

第一节 选题依据

一、选题背景

香港人民币离岸市场(CNH^①)成立于2010年7月,作为人民币国际化战略的重要基石,政府希望可以借助香港成熟的金融制度和市场体系拓展人民币在境外的使用频率。与此同时,香港人民币离岸市场可以国内的金融市场改革提供一个试验田,作为国际金融风险与人民币在岸市场之间的缓冲带,保证人民币在岸市场的金融稳定。

CNY市场与CNH市场之间的交易机制以及监管方式都有所区别,因此人民币汇率产生了“一种货币,两种价格”的现象。但是CNH市场并不是一个孤立的市場,随着伦敦、新加坡、台北、卢森堡等新兴人民币离岸市场出现,离岸市场实现在全球范围内的拓展,市场交易规模的扩大会对在岸市场的外汇管理以及跨境资本流动管制产生冲击,因此研究离岸人民币市场汇率对人民币汇率的影响机制显得尤为重要。在离岸市场发展过程中,离岸市场与在岸市场的联动性影响不断加深。汇率市场化改革也让在岸人民币汇率形成机制有所变化,因此这两个市场的联动性也在发生动态变化。因此,本文在各学者的研究基础上,增加了中间价机制改革后的汇率数据,重点研究CNH汇率与CNY汇率联动性的动态演变过程。探讨CNY汇率与CNH汇率之间的联动性变化对央行的汇率管理提出的挑战。而伴随着人民币国际化战略加速推进,我国正面临更加明显“三元悖论”的困扰。本文在用实证揭示CNY汇率与CNH汇率之间的联动性后,对在汇率市场化过渡阶段的政策以及如何在“三元悖论”中取舍提出建议。

^① CNH代表人民币离岸市场,CNY代表人民币在岸市场,NDF代表非交割人民币远期市场

第二节 文献综述

一、在岸市场与 NDF 市场汇率相关性研究

早期,国际上对在岸市场与离岸市场之间的相关性研究,主要通过线性回归的方法。但是由于汇率数据往往不是平稳数据,因此经常出现伪回归问题。Zivot(2000)、Kutan 和 Zhou(2003)开始使用协整和 Granger 因果检验来研究两个市场之间的联动性。

关于人民币离岸汇率与人民币在岸汇率的相关性研究,国内外学者已经做了不少的研究,研究主要集中在两个方面:

第一,香港人民币离岸市场 CNH 建立之前,学界一般将 NDF 汇率作为离岸汇率的代表,单独探讨 CNY 市场与 NDF 市场的联动性方面。研究成果主要在不同期限的 CNY 与 NDF 汇率变动的关系。

黄学军、吴冲锋(2006)选取了 NDF 市场的人民币兑美元的 1 月期和 1 年期汇率、人民币兑美元的即期汇率,并且以 2005 年 7 月 21 日改革前后的时间为区间段,比较分析了改革前后 NDF 汇率(1 月期、1 年期)与人民币即期汇率之间的互动关系,发现改革前人民币在岸市场与 NDF 市场之间并没有互动关系,是两个完全分割的市场。改革后,1 月期 NDF 汇率和在岸即期汇率之间彼此引导,而 1 年期 NDF 对和在岸即期汇率并没有引导关系。徐剑刚(2007)运用 GARCH 模型分析了 NDF 汇率与 CNY 即期汇率的数据后,认为人民币 NDF 市场与人民币在岸 CNY 即期市场的波动不存在溢出效应。人民币在岸 CNY 即期市场对 NDF 市场之间也并不存在彼此的收益溢出效应。代幼渝、杨莹(2007)利用 2005 年-2007 年人民币在岸即期汇率、人民币无本金远期 NDF 汇率(1 月期、3 月期、6 月期、12 月期)、人民币在岸远期外汇汇率(1 月期、3 月期、6 月期、12 月期),通过协整检验和格兰杰因果检验发现,在岸的即期和远期汇率引导了离岸的 NDF 汇率的走向,在岸市场的远期汇率已经掌握了人民币外汇市场的定价主导权。

王曦和郑雪峰(2009)将数据分成四阶段,通过构建 VAR 模型,运用格兰杰因果检验、脉冲响应函数和方差分解,认为 2007 年以后人民币在岸远期与离岸远期市场之间由单向传导转向互为因果的双向信息传导关系。

严敏、巴曙松(2010)建立了向量误差修正模型和 DCC-MARCH 模型以及信息

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.